

# Strateginotat 1/04

# Strateginotat 1/04

## Gjennomføringen av pengepolitikken fram til 30. juni 2004.

Drøftet i hovedstyret 25. februar 2004 og vedtatt av hovedstyret 11. mars 2004.

### 1. Innledning

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at variasjon i både produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt. Inflasjonen skal være 2½ prosent over tid. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og banken må se fremover i rentesettingen. I den operative gjennomføringen av pengepolitikken vil vi ha hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien fremover med i vurderingene. Samtidig vil vi legge stor vekt på å sikre tillit, forutsigbarhet og transparens. Renten vil normalt settes med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Denne horisonten gir som oftest en rimelig avveining mellom på den ene siden å stabilisere inflasjonen og på den andre siden å jevne ut utviklingen i produksjon og sysselsetting.

I diskusjonen av den pengepolitiske strategien i oktober 2003 tok hovedstyret sikte på et nivå på foliorenten i området 2 – 3 prosent ved begynnelsen av mars 2004. Intervallet var betinget av utviklingen i kronekursen og anslagene for den økonomiske utviklingen. Foliorenten ble redusert med ¼ prosentpoeng på rentemøtet 17. desember og med ¼ prosentpoeng på rentemøtet 28. januar i år. I pressemeldingen etter rentemøtet 28. januar

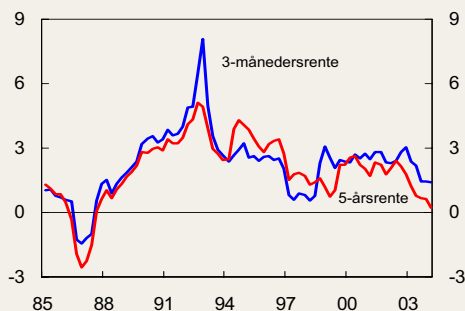
het det: ”Det er Norges Banks vurdering at med en foliorente nå på 2 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.”

Det kortsiktige rentenivået er i dag om lag som hos våre viktigste handelspartnere. Rentenedsettelsene siden desember 2002 har bidratt til at kronen er svekket. Kronekursen målt ved I-44 har svekket seg med om lag 15 prosent siden begynnelsen av 2003, og verdien er tilbake til nivået sommeren 2001 og på linje med gjennomsnittet på 1990-tallet. Realkursen målt ved relative lønnskostnader er imidlertid fortsatt om lag 7 prosent sterkere enn i årene 1996-1997, før kostnadsstigningen tiltok. Realrentene etter skatt er lave. Se figur 1.

### 2. Den økonomiske utviklingen og utsiktene fremover

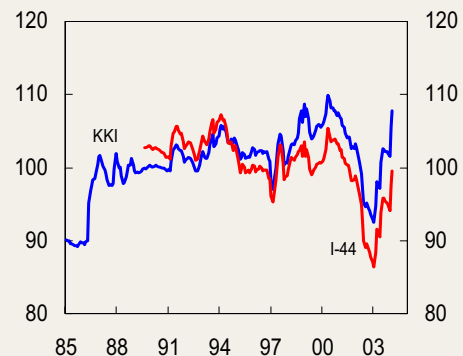
Aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg opp det siste året. Oppgangen er drevet av privat konsum og offentlig kjøp av varer og tjenester. Investeringene har fortsatt å falle. Sysselsettingen vokser igjen, og ledigheten synes å stabilisere seg. Husholdningenes fremtidsstro øker. Verdien av selskapene notert på Oslo Børs er fordoblet det siste året.

**Figur 1a** Realrente etter skatt.<sup>1)</sup> Kvartalstall. (1. kvartal 2004 = gjennomsnitt fram til 3.mars.)



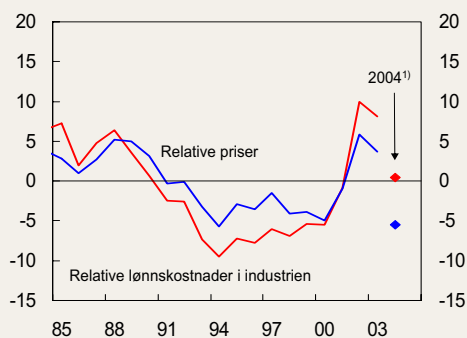
<sup>1)</sup> 3-månedersrente deflatert med KPI uten energivarer fram til 1995, Norges Banks beregninger for KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer fra og med 1995 til og med juli 2000, deretter KPI-JAE. For 5-årsrente brukes samme deflatering, men fra og med andre kvartal 2001 brukes inflasjonsmålet på 2,5 prosent  
Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

**Figur 1b** Nominell valutakurs. Importvektet valutakurs (I-44 1995=100) og konkurransekursindeksen (1990=100). Månedstall.



Kilde: Norges Bank

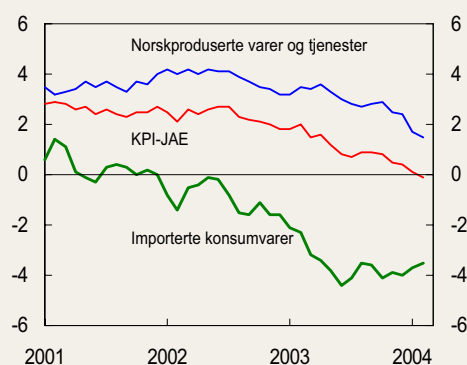
**Figur 1c** Realvalutakurser (konsumpriser og lønnskostnader i felles valuta). Avvik fra gjennomsnittet fra 1970 - 2003. Prosent. Årstall.



<sup>1)</sup> Anslag for lønns- og konsumprisveksten i 2004 fra IR1/04. Tallene for 2004 er basert på at gjennomsnittlig nominell valutakurs (KKI) i februar videreføres ut 2004.

Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

**Figur 1d** KPI-JAE. Totalt og fordelt etter importerte og innenlandsk produserte varer og tjenester<sup>1)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent.



<sup>1)</sup> Norges Banks beregninger

Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Prisveksten er svært lav. Prisene på importerte konsumvarer faller. Det skyldes trolig dels endringer i importmønsteret i favør av lavkostland, dels generelt prisfall på enkelte internasjonalt handlede varer og dels ettervirkninger av at kronkursen styrket seg markert fram til 2003. Prisfallet er størst for klær og lyd- og bildeutstyr. Også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt. Det kan skyldes økt konkurranse i flere markeder. Økt konkurranse kan ha ført til lavere marginer og høyere produktivitet.

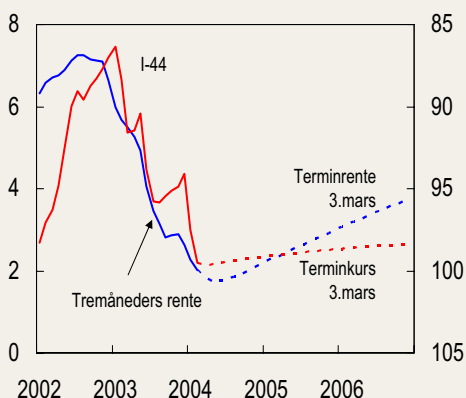
Husholdningenes lånevekst er sterk, mens bedriftene bygger ned sin gjeld. Den samlede kreditten vokser om lag på linje med en normal vekst i verdien av BNP. Utviklingen i foretakenes kreditt følger utviklingen i deres investeringer. Den lave kredittveksten tyder på at investeringene i bedriftene i fastlandsøkonomien ennå ikke har tatt seg opp. Etterspørselen etter lån fra husholdningene er nær knyttet til utviklingen i boligmarkedet.

Boligprisene har i gjennomsnitt vokst om lag 9 prosent årlig de siste ti årene.

Det er utsikter til at den samlede veksten hos våre handelspartnere vil ta seg opp i år. Det vil gi positive vekstimpulser til norsk økonomi. Samtidig vil den lave renten sammen med høy reallønnsvekst bidra til høy vekst i det private forbruket. Det kan imidlertid ta noe tid før investeringene i næringslivet tar seg opp. Flere tjenesteytende næringer rettet mot næringslivet preges fortsatt av overkapasitet. Industrien drar fortsatt med seg et høyt relativt kostnadsnivå som følge av sterk lønnsvekst over flere år. Videre vil overkapasitet i markedet for næringseiendom, særlig i flere av de store byene, redusere behovet for investeringer. I inneværende år blir investeringene holdt oppe av store, offentlige investeringsprosjekter og boliginvesteringer.

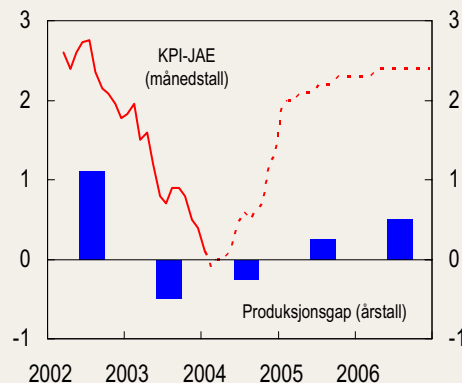
Anslagene for utviklingen fram til 2006 er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med

**Figur 2a** Rente- og valutakursforutsetninger. Månedstall.



Kilde: Norges Bank

**Figur 2b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente og terminkurs. Prosent.



Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

terminrenten. Forutsetningen innebærer at renten settes noe ned de nærmeste månedene og øker gradvis fra høsten, jf. figur 2a.<sup>1</sup> Terminkursen vil holde seg tilnærmet uendret på dagens nivå.

Med disse forutsetningene vil pengepolitikken bidra til høyere vekst i etterspørselen i år, i første rekke gjennom privat forbruksetterspørsel. Veksten i norsk økonomi vil trolig bli noe sterkere enn anslått i inflasjonsrapporten fra oktober. Samtidig er det indikasjoner på nokså høy produktivitetsvekst i økonomien, slik at bedriftene kan produsere mer med den samme mengden arbeidskraft. I anslagene er produktivitetsveksten i år oppjustert med ½ prosentpoeng sammenlignet med inflasjonsrapporten fra oktober. Etter hvert som etterspørselen øker vil bedriftene få bedre lønnsomhet. Samtidig kan de møte kapasitetsskranke. Det er derfor utsikter til at investeringene etter hvert vil ta seg opp og bli en viktigere drivkraft i oppgangen.

Vi venter at prisstigningen vil ta seg opp fra høsten 2004. Kronestyrkingen i 2002 er nå fullt ut reversert. Isolert sett vil det bidra til at inflasjonen tar seg opp igjen. Prisveksten på importerte konsumvarer vil imidlertid dempes av fortsatt fall i prisene på importerte varer målt i utenlandsk valuta. Den innenlandske prisveksten, som normalt vil ta seg opp når produksjons- og sysselsettingsveksten tiltar, dempes til en viss grad av økt konkurranse og høy produktivitetsvekst i flere næringer. Med forutsetningen om at valutakursutviklingen følger terminkursene, tilsier anslagene at prisveksten kommer opp i 2½ prosent våren 2006. Produksjonsgapet ser ut til å bli negativt også i år, men anslagene tilsier en markert realøkonomisk vekst gjennom året. Vi venter at produksjonsgapet vil øke fram til 2006 og være svakt positivt fra neste år.

En alternativ renteforutsetning kan være at styringsrenten holdes uendret fram til sommeren 2005 og deretter gradvis stiger opp til terminrentekurven. En slik forutsetning vil innebære at renten ligger høyere enn terminrenten ut året og deretter i en periode ligger lavere. Også denne renteforutsetningen innebærer om lag uendret kronekurs. Med disse forutsetningene vil utviklingen i inflasjon og produksjonsgapet bli om lag som i referansebanen.

<sup>1</sup> Terminrenter er renter som løper mellom to fremtidige tidspunkter. Terminrentene gir uttrykk for markedets forventninger om fremtidig markedsrente. Den forventede foliorenten vil ligge noe lavere. Terminkursen er den valutakursen som klarer valutamarkedene for gitte terminrenter i Norge og utlandet.

I penge- og valutamarkedene er det imidlertid forventninger om at styringsrenten skal settes under 2 prosent i strategiperioden. Dersom disse forventningene ikke innfris, kan kronen styrke seg. Det vil i så fall gi en strammere pengepolitikk. På den annen side kan eventuelle signaler om at renten vil bli liggende på dagens lave nivå i en lang periode kunne virke mer ekspansivt på husholdningenes låneetterspørsel enn en renteutvikling som følger terminrentebanen.

#### *Vurdering av anslagene og risikobildet*

Den ventede økningen i inflasjonen har så langt ikke kommet. Tvert i mot har tolv månedersveksten i KPI-JAE fortsatt å falle og var i februar -0,1 prosent. Tre forhold synes å ligge bak den lave prisveksten:

Den sterke *valutakursen* i 2001/2002 har vært en viktig årsak til den lave prisveksten på importerte konsumvarer. Kronekursen har svekket seg markert siden januar 2003, og er nå tilbake på nivået fra midt i 2001, da inflasjonen var rundt 2½ prosent. Svekkelsen av valutakursen vil gi økt prisvekst. Analyser basert på gjennomslaget fra valutakursen til den importerte prisveksten kan imidlertid tyde på at virkningen er noe tregere enn tidligere lagt til grunn. Vi kan derfor ikke vente vesentlige bidrag fra valutakursen til økte konsumpriser før mot slutten av 2004. Avviket fra inflasjonsmålet vil trolig vare ut dette året. Det kan imidlertid ikke utelukkes at svekkelsen av valutakursen kan påvirke prisveksten sterkere eller raskere enn analysene av kursgjennomslaget tilsier. Skulle den importerte inflasjonen ta seg raskt opp gjennom våren, kan det være tegn på at gjennomslaget fra valutakursen er sterkere enn vi nå legger til grunn.

Særskilte *prisfall på enkelte importerte varer* er trolig også medvirkende til den lave prisveksten. Prisutviklingen på lyd- og bildeutstyr gjenfinnes i mange land og synes å være et vedvarende strukturelt trekk som følge av rask teknologisk utvikling i disse varene. Prisfallet på klær og sko må ses i sammenheng med endret importmønster i favør av lavkostland i Asia, i første rekke Kina. Tidlig liberalisering i Norge som følge av WTO-avtalen er en mulig forklaring på at Norge synes å oppleve et større prisfall på disse varene enn andre land. Fortsatt handelsvridning, ikke bare til lavkostnadsland, men også mellom regioner i disse landene, vil trolig fortsette. På den annen side vil enkelte asiatiske valutaer kunne komme

under økende appresieringspress, både på grunn av sterk innenlands vekst og fordi valutaene lenge har vært knyttet til en svekket dollar. Eventuelle appresieringer av disse valutaene vil kunne føre til en raskere positiv prisimpuls til norsk økonomi.

Et tredje forhold som kan bidra til å forklare utviklingen i konsumprisene, er *økt konkurranse* på vare- og tjenestemarkedene. Marginene hos produsenter og detaljister kan ha falt i enkelte bransjer. Produktiviteten kan ha økt. Lav innenlandsk prisvekst på tross av høy lønnsvekst gir indikasjoner på dette. For eksempel har økt konkurranse bidratt til lavere priser på flytjenester, teletjenester og enkelte dagligvarer. Det er imidlertid usikkert hvor bestandig en slik utvikling vil være. Et relativt høyt prisenivå i Norge sammenliknet med nabolandene, kombinert med økt integrasjon i europeiske økonomier og økt globalisering vil trolig opprettholde et visst negativt prispress på varer og tjenester som direkte eller indirekte utsettes for konkurranse. Strukturelle endringer i dagligvarehandelen i år kan underbygge dette.

Med lavere *inflasjonsforventninger* på lenger sikt kan det bli mer krevende å få prisveksten opp. Vi har ikke holdepunkter for at inflasjonsforventningene nå avviker fra inflasjonsmålet på lang sikt. Tabell 1 viser at aktørene i det økonomiske livet forventer en inflasjon rundt målet på 5 års sikt. At forventningene har holdt seg så godt oppe selv om inflasjonen har falt vesentlig, kan ha sammenheng med den kraftige pengepolitiske reaksjonen.

**Tabell 1** Forventet konsumprisvekst om 2 og 5 år. 1. kvartal 2004. Årsvekst. Prosent.

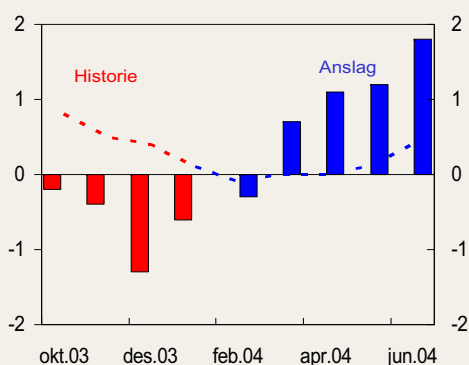
	2003	2004
Ekspertene <sup>1)</sup>	2,2	2,4
Arbeidstakerorganisasjoner	2,1	2,5
Arbeidsgiverorganisasjoner	1,9	2,5
Bedriftsledere	2,3	-

<sup>1)</sup> Analytikere i finansnæringen og forskere ved universiteter og høyskoler

Kilde: TNS Gallup

Samlet sett er det grunn til å vente at inflasjonen blir liggende nær null gjennom strategiperioden og gradvist tiltar fra sommeren. Målt som gjennomsnittlig vekst fra foregående tremånedersperiode til de siste tre månedene, vil tiltakende prisvekst komme til syne tidligere (se figur 3).

**Figur 3** KPI-JAE. Vekst i tre-måneders glidende gjennomsnitt (sesongjustert) omregnet til årlig rate og tolv månedersvekst<sup>1)</sup>. Prosent.



<sup>1)</sup> Søylen viser tre-måneders glidende gjennomsnitt. Kurvene viser tolv månedersveksten.

Utviklingen de siste månedene gir stor risiko for prisfall målt ved KPI-JAE på tolv månedersbasis. Det er grunn til å anta at inflasjonen vil holde seg svært lav de nærmeste månedene. Oppgangen i prisveksten vil dels skyldes en svekket kronkurs. Skulle perioden med lav prisvekst få innvirkning på inflasjonsforventningene, kan økningen i inflasjonen bli mindre, og det kan ta lenger tid å få prisveksten tilbake til målet.

Utviklingen for kapasitetsutnyttelsen i økonomien (produksjonsgapet) avhenger i stor grad av vurderingen av kapasitetsutnyttelsen i dag og de forutsetningene som gjøres om økonomiens vekstevne fremover. Begge forhold er beheftet med stor usikkerhet. Den lave prisveksten kan være et uttrykk for at produksjonsgapet for tiden er mer negativt enn tidligere antatt. Dette vil være tilfellet dersom produktivitetsveksten har økt uten å trekke med seg etterspørselen. Økonomien vil i så fall for en periode fremover kunne ha høyere vekst uten at dette slår ut i økt inflasjon like raskt som før.

Med utgangspunkt i analysen over vurderes produksjonsgapet i 2003 og 2004 nå som mer negativt enn i forrige inflasjonsrapport. Produksjonsgapet vil ifølge anslagene lukkes og etter hvert bli positivt, men det er lagt til grunn at midlertidig høyere produktivitetsvekst øker vekstevnen i økonomien. Den økonomiske veksten anslås likevel å bli så sterk at produksjonsgapet øker til om lag ½ prosent i 2006. Skulle økt konkurranse og høyere produktivitetsvekst vedvare også i 2005 og 2006, vil produksjonsgapet kunne bli liggende nærmere null.

### 3. Pengepolitiske vurderinger og strategi

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt. Inflasjonen skal være 2½ prosent over tid.

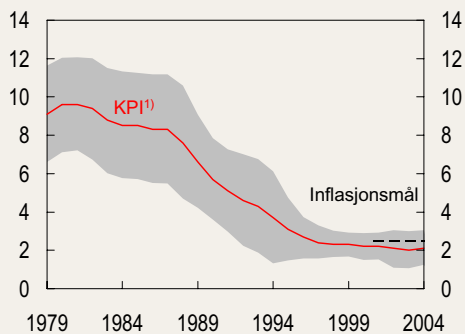
Det siste året har prisveksten vært lavere enn målet og det har vært utsikter til lav inflasjon fremover. Siktemålet for pengepolitikken er at inflasjonen skal opp. Med dette utgangspunktet er styringsrenten satt ned til 2 prosent.

Terminrentebanen impliserer en styringsrente som beveger seg ned mot 1½ prosent i strategiperioden. I praksis vil forløpet for styringsrenten være mer ujevnt enn det som følger direkte av terminrentebanen, siden styringsrenten ikke endres kontinuerlig.

Med en renteutvikling fremover i tråd med terminrentene og om lag uendret kronekurs er det utsikter til at inflasjonen etter hvert tar seg opp og blir 2½ prosent fra våren 2006. Inflasjonen blir svært lav de neste månedene.

En ekspansiv pengepolitikk for å bringe inflasjonen tilbake til målet vil samtidig stimulere produksjon og sysselsetting. Veksten i produksjonen av varer og tjenester ventes å tilta. Figur 2b viser anslagene for prisveksten og produksjonsgapet. Veksten i fastlandsproduksjonen ventes å bli høyere enn veksten i produksjonspotensialet fram til 2006, slik at produksjonsgapet øker.

Figur 4 KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt (7 år tilbake, gjeldende år og 2 år fram). Prosent.



¹) Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik.

Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

En pengepolitikk som gir inflasjon lavere enn målet og lav kapasitetsutnyttelse i økonomien (negativt produksjonsgap), vil normalt være for stram. Tilsvarende vil en pengepolitikk som gir inflasjon høyere enn målet og høy kapasitetsutnyttelse (positivt produksjonsgap), i utgangspunktet være for ekspansiv. En pengepolitikk som gir en utvikling de neste 3 årene som vist i figur 2b, der inflasjonen en periode vil være under inflasjonsmålet samtidig som produksjonsgapet er positivt, vil ikke bryte med krav til optimal pengepolitikk.

Med en rente i tråd med terminrentene viser anslagene at inflasjonen vil ta seg opp mot inflasjonsmålet. De nærmeste kvartalene er avviket fra inflasjonsmålet vesentlig. Samtidig anslås en vekst i produksjon og sysselsetting som er høyere enn den langsiktig opprettholdbare veksttakten. Sammenfattet kan dette gi en rimelig avveining mellom hensynet til inflasjonsmålet på den ene siden og stabil utvikling i produksjon og sysselsetting på den andre siden. Risikoen synes likevel størst for et vedvarende, stort negativt avvik fra inflasjonsmålet.

Det er grunn til å rette særlig oppmerksomhet mot forhold som kan utsette en oppgang i inflasjonen:

- Etter en periode med lav inflasjon og utsikter til fortsatt lav inflasjon, kan inflasjonsforventningene til aktørene i det økonomiske livet bli lave. Det øker i seg selv risikoen for vedvarende lav inflasjon og taler for en ekspansiv pengepolitikk. Det er særlig usikkerhet om prisveksten på importerte konsumvarer. En mer ekspansiv pengepolitikk enn det som ligger til grunn for anslagene vil være aktuelt dersom inflasjonen blir klart lavere enn anslått.
- Valutakursen er nå tilbake til nivået fra før inflasjonen begynte å avta. En ny styrking av kronen vil svekke mulighetene for å nå inflasjonsmålet.
- I anslagene har vi lagt til grunn at utviklingen i hele arbeidsmarkedet fortsatt spiller en viktig rolle for lønnsfastsettelsen. Skulle det vise seg at lønnsveksten i industrien igjen skulle få en mer fremtredende rolle, eller lønnsforhandlingene og utviklingen i lønnsveksten preges av den unormalt lave prisveksten, vil lønnsveksten kunne bli lavere enn det vi har lagt til grunn og gi

grunnlag for en lavere rentebane.

- Skulle økt konkurranse og høyere produktivitetsvekst vedvare også i 2005 og 2006, vil produksjonsgapet kunne bli liggende nærmere null. Det vil dempe prisveksten.

Anslagene medfører samtidig et tiltakende positivt produksjonsgap. Det er også enkelte forhold som taler for en strammere pengepolitikk:

- Kredittveksten til husholdningene er høy og tiltakende, og boligprisene stiger. Kraftig vekst i formuespriser og oppbygging av gjeld kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe en slik risiko vil det i enkelte situasjoner være riktig å øke renten eller bruke noe lengre tid enn den normale tidshorizonten på to år for å nå inflasjonsmålet. Men nå er det bare husholdningene som har en sterk gjeldsvekst. Foretakene låner lite. Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. Men med lave renter ute, og nær sammenheng mellom vår rente og kronen ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen etter lån først og fremst fordi usikkerheten i arbeidsmarkedet tiltar. På den annen side vil signaleffekten av en noe strammere pengepolitikk gjennom forventningsdannelsen kunne dempe husholdningenes kredittetterspørsel mer enn det en renteøkning isolert sett kan tilsi.
- Ledigheten vil falle ned til 4 prosent i 2006, og veksten i sysselsettingen vil trolig bli ganske sterk, særlig i 2005. Det kan oppstå flaskehalser og sterkere vekst i lønnskostnadene i 2006 enn anslagene i inflasjonsrapporten tilsier. Dersom også produktivitetsveksten blir svakere enn anslått, vil det øke risikoen for at inflasjonen kan øke vesentlig fra 2006.

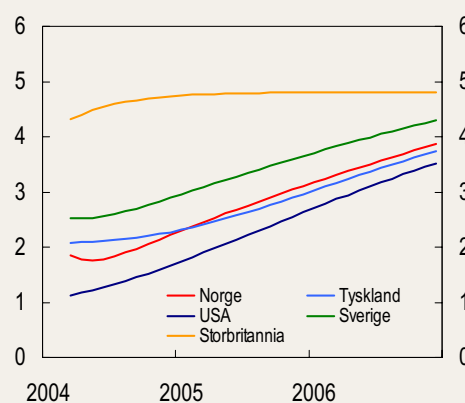
Under de forutsetningene som er lagt til grunn for analysene i dette notatet, og med normal usikkerhet tilsier analysen at en sikter mot en styringsrente i området  $1\frac{1}{4}$  –  $2\frac{1}{2}$  prosent ved utgangen av strategiperioden.

Figur 5 illustrerer at norske pengemarkedsrenter og forventet renteutvikling de nærmeste månedene ligger på samme nivå som i euroområdet. Kronen har svekket seg markert når det norske rentenivået har gått fra å være høyere til å bli lavere enn

gjennomsnittet for handelspartnerne. Lavere rente enn det som ligger til grunn for anslagene, vil være aktuelt dersom andre sentralbanker skulle sette ned renten.

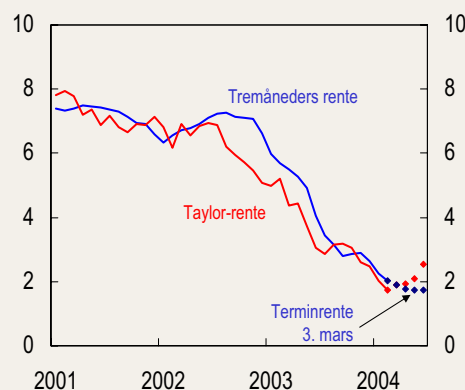
Figur 6 viser renten som følger av Taylor-regelen.<sup>2</sup> De nærmeste månedene er Taylor-renten godt i samsvar med terminrentene. I følge regelen skal renten settes opp til sommeren. Økningen skyldes at både prisveksten og veksten i produksjonen ventes å ta seg opp i løpet av året. I følge regelen skal den nominelle renten økes slik at også realrenten gradvis stiger når prisveksten tar seg opp. Taylor-regelen tar imidlertid ikke hensyn til sammenhengen mellom

**Figur 5** Renteforventninger. 3 mnd. terminrenter internasjonalt og i Norge. 3. mars



Kilde: Norges Bank

**Figur 6** Tremåneders pengemarkedsrente, Taylor-rente og terminrente t.o.m. juni 2004



Kilde: Norges Bank

<sup>2</sup> I Taylor-regelen settes renten med sikte på at prisstigningen over tid skal holdes rundt et bestemt målnivå, samtidig som renten skal bidra til å stabilisere produksjonsutviklingen. Taylor-regelen har vist seg å kunne beskrive godt den faktiske rentesettingen i mange sentralbanker. Samtidig viser nyere forskning at Taylor-regelen gir relativt liten variabilitet i produksjon og inflasjon i mange teoretiske analyser og innenfor mange ulike modeller.

renteforskjellen mot utlandet og valutakursen. Med en markert renteøkning til sommeren i tråd med Taylor-regelen, vil sannsynligheten for en vesentlig styrking av kronen og dermed vedvarende lav inflasjon tilta.

Dersom rentenivået internasjonalt tar seg raskere opp enn det som er lagt til grunn for analysen i dette notatet, kan styringsrenten økes også innenfor strategiperioden uten at det vil tilsi en styrking av kronekursen.

Dersom utviklingen de neste fire månedene avviker vesentlig fra anslagene og forutsetningene som ligger til grunn for analysen, kan det isolert sett være grunnlag for å avvike fra det vedtatte intervallet for foliorenten.

### *Hovedstyrets vedtatte strategi*

- Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent.
- Inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at variasjon i både produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt.
- I den operative gjennomføringen av pengepolitikken vil hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien fremover være med i vurderingene. Samtidig legges stor vekt på å sikre tillit, forutsigbarhet og etterprøvbarehet.

- Styringsrenten settes normalt med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent på to års sikt. Denne horisonten gir som oftest en rimelig avveining mellom på den ene siden å stabilisere inflasjonen og på den andre siden å jevne ut utviklingen i produksjon og sysselsetting.
- Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.
- Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Denne muligheten vil øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen.
- En økonomisk utvikling om lag som anslått og det risikobildet vi nå ser for oss, tilsier en foliorente i intervallet 1¼ – 2½ prosent ved utgangen av juni 2004.
- Utviklingen i kronekursen og effektene av en sterkere krone på prisvekst og produksjon er usikre. Dersom kronekursen styrker seg vesentlig, kan det gi grunnlag for å vurdere en rente i nedre del av eller lavere enn intervallet. Tilsvarende er det grunnlag for å vurdere en rente i øvre del av eller høyere enn intervallet dersom kronen skulle svekke seg kraftig. Eventuelle rentereaksjoner må baseres på en analyse av bakgrunnen for kursbevegelsene og på en vurdering av varigheten av kursendringen.